



# ティー・ロウ・プライス 債券クレジット・セクター見直し

## セクター戦略アドバイザー・グループ (SSAG) \*の見解 - 2021年11月

リスク環境		コメント
マルチアセット・クレジット (MAC) リスク指標	リスクオフ	<ul style="list-style-type: none"> <li>MACリスク指標は、6月後半以来「リスクオフ」環境にとどまった後、11月初頭に「リスクオン」に転じた。</li> <li>金利ボラティリティは、米連邦準備理事会 (FRB) の政策を巡る不透明感を背景に上昇しているが、クレジット市場と株式市場は概ね落ち着いている。例外はアジアのハイイールド債で、中国の不動産セクターはデフォルト懸念が中国恒大集団以外にも広がったことから、深刻な下落を経験した。</li> <li>エコミクス・チームは、世界経済の成長環境について短期的に弱気見通しだが、長期的には強気見通しを維持している。</li> </ul>

  

セクター	SSAGの見直しと前月比変化	コメント
ハイイールド (HY) 社債	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>ハイイールド債全般の戦術的な見直しは、依然としてポジティブで、特に信用スプレッドのリスク環境についてより建設的に見ている。</li> <li>ハイイールド債のファンダメンタルズは引き続き健全で、需給テクニカル面が下支えとなっている。ハイイールド債ファンドの資金フローが大きく変動している一方、利回りに対する需要は、世界的な低金利環境を背景に持続するとみられる。最近の中期金利の上昇に伴い、投資家は、より長期かつ格付けの高いハイイールド債への警戒姿勢を強めている。</li> <li>デュレーションがゼロでスプレッドを提供する合成商品は、引き続き現物債より選好された。現物債市場では、最近のアンダーパフォームを受けて相対的に割安なバリュエーションを一因として、米国より欧州のハイイールド債を選好している。</li> </ul>
バンクローン	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>セクター全般では、引き続きハイイールド債よりバンクローンを選好している。デフォルト率は引き続き極めて低い見通しで、バンクローンのデュレーション・リスクはゼロに近く、バンクローン・ファンドには年初来で資金が流入し、CLOからのバンクローンに対する需要は衰えておらず、テクニカル面で強力な下支えとなっている。</li> <li>マイナス要因として、バンクローンの引き受けが積極化する中、発行体は投資家の旺盛な需要を活用し、調達資金を用いて株主還元を図っている。額面を上回る価格で取引されるバンクローンの割合が上昇する中、リプライシング・リスクが高まっている。</li> </ul>
新興国クレジット	▲	<ul style="list-style-type: none"> <li>新興国クレジットの見直しは、より支援的なリスク環境と最近の下落に起因する相対的に魅力的なバリュエーションを踏まえ、引き上げられた。</li> <li>中国不動産債の下落を背景に、引き続きアジアのハイイールド債に注目が集まる。利回りが極端に拡大し、魅力的な水準にあることから、アナリストは、価格回復の可能性が高い優良銘柄と再編が必要と思われる脆弱な銘柄を識別するよう努めている。生活に不可欠な経済分野を支援する中国政府の政策措置を注視している。</li> </ul>
投資適格 (IG) 社債	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資適格社債についてニュートラルの見直しを維持。セクター全般では、引き続き欧州と米国のクレジット・インデックス・デリバティブのリスク調整後リターンが現物債を上回ると見ている。スプレッド格差が縮小しており、合成商品はより高い流動性を提供する。</li> <li>強固なファンダメンタルズとテクニカル面の強力なサポートが割高なバリュエーションと均衡し、ニュートラルの見直しを裏付けている。投資適格社債は、引き続き格付けの上向き基調、債務削減傾向、長期債に対する需要、世界的に豊富な (ただし鈍化している) 流動性の供給から恩恵を受けると予想される。</li> </ul>
証券化商品	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>証券化商品市場では、非エージェンシーRMBSとCLOから最も高いリスク調整後リターンが見込まれる。</li> <li>大量の供給により、RMBS市場のうち非適格モーゲージなどの分野で投資機会が増えている。大量の発行と旺盛な需要が相まって、CLOのスプレッドはレンジ内にとどまっており、低格付けのCLOは他のクレジット・セクターより魅力的な高いスプレッドを提供する。</li> <li>格付けの高いABS市場のスプレッドは、大量発行を背景に拡大しているが、リスクオン環境下で総じて非魅力的な水準で推移している。同様に、CMBSのスプレッドも記録的な発行を背景に幾分か拡大しているが、他のセクターは、より高いボラティリティ調整後リターンをもたらすと見込まれる。</li> </ul>
エージェンシー MBS	▼	<ul style="list-style-type: none"> <li>現在のリスクオン環境を踏まえ、より高ベータの市場で高いリターンが見込まれることから、エージェンシーMBSの見直しをネガティブに引き下げた。</li> <li>MBSセクターは、FRBのテーパリング開始時期が明確になったことから恩恵を受けたが、まだ今後の金融政策の変化によるリスクにさらされている。特にFRBがインフレ圧力を抑制するため、引き締め政策への転換を積極化せざるをえない場合はリスクが高い。</li> </ul>
課税地方債	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>課税地方債については、スプレッドが複数年来の最低水準にとどまっており、予想リターンを押し下げていることから、ネガティブの見直しを維持している。</li> <li>地方債の新規発行プログラムは、米国議会が協議している財政支出計画から除外された模様のため、限定的な供給により、スプレッドは縮小した水準にとどまると見込まれる。必要面では、長期クレジットに対する投資意欲は、金利上昇懸念にもかかわらず、持続している。</li> </ul>

SSAGの戦術の見直し: ■ ポジティブ ■ ニュートラル ■ ネガティブ  
前月比変化: ▲ 上方修正 ■ 横這い ▼ 下方修正

\*SSAGに関する追加情報については次ページをご覧ください。

ティー・ロウ・プライス・セクター戦略  
アドバイザー・グループ (SSAG) :

様々な戦略を専門とする選別された債券投資プロフェッショナルで構成されており、各種ポートフォリオで利用される投資アイデアを協働で創出します。見通しは、セクター・スペシャリストによるファンダメンタル分析と、定量リサーチ専門家および独自のツールから得られる知見を組み合わせた、SSAGのリサーチおよび協議に基づきます。見通しは戦術的なものであり、適宜変更されます。

MACリスク指標とは

MACリスク指標は、以下に掲げる5つのリスク・シグナルの総合評価に基づく独自のクレジット・リスク・モデルです。

1. ティー・ロウ・プライスの債券セクター運用チームによるファンダメンタルズに基づくセクター確信度レーティング
2. ティー・ロウ・プライスのエコノミクス・チームによる世界経済の短期経済成長予測
3. 信用スプレッドのモメンタムの方向性
4. 金融市場のボラティリティの状態
5. 投資家のリスク心理とポジショニング

所定のルールを適用し、これらのインプットを統合することにより、クレジット・リスクを取り巻く環境についてポジティブ（「リスクオン」）またはネガティブ（「リスクオフ」）の見通しを導出します。これがSSAGの戦術的な資産配分に影響を及ぼします。

過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

- 1 米ドルヘッジ後のリターン。
  - 2 米ドルヘッジ後の利回り。
  - 3 満期までの利回りとスプレッド。
- ベンチマークの情報については次ページをご覧ください。

セクター別各種指標とリターン  
2021年10月31日時点

	利回り (YTW、%)	デュレーション (年)	信用スプレッド (bps)					トータルリターン (%) <sup>1</sup>		
			現在のスプレッド	前月比変化	1年高値	1年底値	1年平均	1か月	年初来	1年
ハイールド社債										
グローバル HY	4.86	4.29	383	1	548	343	386	-0.53	2.31	8.98
米国HY	4.23	3.89	287	-2	501	262	320	-0.17	4.36	10.47
ユーロHY <sup>2</sup>	3.98	3.31	309	9	480	281	321	-0.56	3.76	9.04
アジアHY	11.79	3.01	1089	106	1159	600	730	-4.60	-9.83	-5.60
バンクローン <sup>3</sup>	5.15	0.25	398	-4	526	398	426	0.24	4.93	8.70
新興国										
新興国国債 (米ドル)	5.12	7.99	358	2	422	330	352	0.02	-1.34	4.41
新興国社債 (米ドル)	3.97	4.66	319	9	380	296	316	-0.46	1.06	5.27
投資適格社債										
グローバルIG	1.79	7.35	91	3	128	86	95	-0.08	-0.91	1.60
米国IG	2.22	8.68	87	3	126	80	91	0.25	-1.02	2.04
ユーロIG <sup>2</sup>	1.64	5.74	90	3	121	86	91	-0.47	-0.86	0.80
アジアIG	2.40	5.97	128	2	166	119	138	-0.11	-0.30	1.08
証券化商品										
CLO	3.48	1.51	253	-11	307	234	258	0.20	2.25	4.59
CMBS	1.73	5.01	60	-1	105	54	68	-0.39	-0.92	0.51
ABS	0.87	2.18	36	7	39	22	29	-0.35	-0.11	0.23
その他スプレッド・セクター										
エージェンシーMBS	1.89	4.48	24	-3	53	7	26	-0.19	-0.86	-0.55
課税地方債	2.53	11.43	87	0	165	84	102	0.82	1.65	5.34

一般的なベンチマーク

インデックス	最終利回り (%)	デュレーション (年)	トータルリターン (%) <sup>1</sup>		
			1か月	年初来	1年
グローバル総合債券	1.29	7.46	-0.26	-1.68	-0.92
米国総合債券	1.66	6.65	-0.03	-1.58	-0.55

国債利回り

10年金利	最終利回り (%)	前月比変化 (bps)	1年高値 (%)	1年底値 (%)
米国債	1.55	6	1.74	0.76
ドイツ国債 <sup>2</sup>	0.80	17	0.80	0.19

## 前頁の指数に関する追加情報

前頁で使用している指数は以下の通りです。

グローバルHY：ブルームバーグ・ハイイールド指数（米ドルヘッジ）、米国HY：ブルームバーグ米国ハイイールド指数、ユーロHY：ブルームバーグ汎欧州ハイイールド指数（米ドルヘッジ）、アジアHY：ブルームバーグ・アジア米ドルハイイールド指数、バンクローン：JPモルガン・レバレッジド・ローン指数、新興国国債（米ドル）：JPモルガン・エマージング市場債券指数グローバル・ダイバーシファイド、新興国社債：JPモルガン・エマージング市場社債指数ブロード・ダイバーシファイド、グローバルIG：ブルームバーグ・グローバル総合指数-社債（米ドルヘッジ）、米国IG：ブルームバーグ米国社債指数、ユーロIG：ブルームバーグ汎欧州総合社債指数（米ドルヘッジ）、アジアIG：ブルームバーグ・アジア米ドル建て投資適格債券インデックス（米ドルヘッジ）、CLO：JPモルガンCLOボスト・クライシス指数、CMBS：ブルームバーグ米国CMBS・ERISA適格指数、ABS：ブルームバーグ米国ABS指数、エージェンシーMBS：ブルームバーグ米国MBS指数、課税地方債：ブルームバーグ課税地方債米国総合適格指数、グローバル総合債券：ブルームバーグ・グローバル総合指数（米ドルヘッジ）、米国総合債券：ブルームバーグ米国総合指数  
欧州クレジット指数とドイツ国債の利回りはユーロ3か月インプライド・イールドと3か月米ドルLIBORを用いてヘッジ後利回りを算出しています。出所：ブルームバーグ

## 追加ディスクローチャー

BLOOMBERG® 及びブルームバーグの指数は、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.と指数の管理者であるブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド（“BISL”）を含む子会社（総称してブルームバーグ）のサービスマークで、許可を得て使用しています。ブルームバーグはティー・ロウ・プライスの関連会社ではなく、ブルームバーグは当商品を承認、支持、精査、推奨するものではありません。ブルームバーグは、当商品に係るデータや情報の適時性、正確性、完全性を保証するものではありません。

情報は信頼できると考える情報源から取得していますが、JPモルガンはその完全性または正確性を保証しません。指数は許可を得て使用しています。JPモルガンの事前の書面による承認を得ることなく、指数の複製、使用または配布を禁じます。Copyright © 2021, J.P. Morgan Chase & Co. 全ての権利はJPモルガンに帰属します。

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence（該当する場合、関連会社を含みます）。格付けを含む、いかなる情報、データまたは資料（「コンテンツ」）の複製も、いかなる形態であれ、関連当事者の事前の書面による許可を得ない限り、禁じます。当該当事者、その関連会社およびサプライヤー（「コンテンツ・プロバイダー」）は、いかなるコンテンツの正確性、適切性、完全性、適時性または入手可能性も保証せず、原因を問わず、いかなる（過失その他による）誤記・脱漏または当該コンテンツの利用から得られた結果についても責任を負いません。いかなる場合も、コンテンツ・プロバイダーは、コンテンツの利用に関連して、いかなる損害、費用、経費、弁護士費用または損失（逸失所得もしくは逸失利益および機会費用を含みます。）についても責任を負いません。参照される特定の投資先もしくは証券、コンテンツを構成する投資先に関する格付けまたはいかなる観察事象も、当該投資先もしくは証券の売買または保有を推奨するものではなく、投資先もしくは証券の適切性を示唆するものではなく、投資助言として依拠するべきではありません。信用格付けは意見表明であり、事実表明ではありません。

## 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の遞減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入る有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会

202111-1936015